



# 한화에어로스페이스 (012450)

방산 Paradigm Shift의 시작, 도약의 기회

▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

**Buy (유지)**

목표주가(상향): 940,000원

현재 주가(4/8)	698,000원
상승여력	▲34.7%
시가총액	318,157억원
발행주식수	45,581천주
52 주 최고가 / 최저가	764,000 / 207,931원
90 일 일평균 거래대금	3,189.78억원
외국인 지분율	47.1%

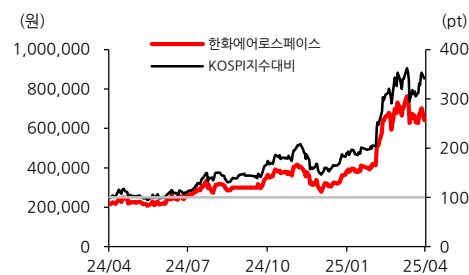
주주 구성	
한화 (외 3인)	34.0%
국민연금공단	7.6%
자사주	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.5	82.2	91.5	218.3
상대수익률(KOSPI)	4.4	89.7	101.5	232.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	7,890	11,240	26,445	29,192
영업이익	594	1,732	3,004	3,543
EBITDA	933	2,063	4,084	4,680
지배주주순이익	818	2,299	1,901	2,265
EPS	16,147	50,436	39,848	45,540
순차입금	2,350	7,536	8,944	8,241
PER	8.0	6.5	17.5	15.3
PBR	1.8	3.0	5.1	4.0
EV/EBITDA	9.3	10.9	10.0	8.6
배당수익률	1.4	1.1	0.7	0.9
ROE	25.6	53.9	32.3	29.2

## 주가 추이



## 유상증자 계획 수정, 구체적인 계획 확인

한화에어로스페이스는 4/8 정정 증권신고서를 통해 유상증자 계획수정을 발표했다. 주주배정 증자 규모를 2.3조원(할인율 15%)으로 축소(3/20 기존 방안 3.6조원)해 기존 주주들의 부담을 경감하겠다는 계획이다. 주주배정 증자 규모가 1.3조원 가량 줄었으며, 동사는 추가로 한화오션 지분 매도 계열사인 한화에너지 등이 제3자배정 유상증자에 참여해 거래금액인 1.3조원을 할인 없이 출자(Lock-up 1년)하는 방안을 검토 중이라고 밝혔다. 이를 통해 시장의 승계 관련 의혹을 해소하는 동시에 오션 지분 인수 시너지를 유지할 수 있을 것으로 기대한다.

동사는 '28년까지 총 11조원을 투자할 예정으로, 여기에는 주주배정(2.3조원), 제3자배정(1.3조원)뿐 아니라 영업현금흐름·회사채·차입 등(7.5조원)을 통한 조달 계획도 포함되어 있다. 동사는 11조원의 64%에 해당하는 약 7조원을 '26년까지 2년 내 사용할 계획이다. 이는 유럽을 중심으로 각국이 방위산업의 현지화·자국화를 전례없이 가속화함에 따라 글로벌 저점 확보 등을 위한 투자가 시급했음을 보여주는 대목이다.

## 방산 Paradigm Shift의 시작, 도약의 기회

다양한 자원 사용 계획 중 가장 주목하는 분야는 지상방산 해외 투자로, 해당 부문에만 R&D 등 포함 총 6조원 가량이 투입될 것으로 추정한다. 글로벌 방위산업은 분쟁 심화 및 EU 역내 블록화 등으로 인한 패러다임 전환 시기를 맞이했다. 각국의 국방비 증가와 맞물려 자국화 추세가 가속화됨에 따라 동사는 해외 방산 JV 지분투자(동유럽 및 사우디), 미국 탄약 스마트팩토리 구축 등을 통해 이를 도약의 기회로 삼고자 하는 것으로 해석한다.

## 투자의견 Buy 유지, 목표주가 940,000원으로 상향

투자의견 Buy를 유지, 목표주가는 940,000원으로 상향한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 22.5배(글로벌 Peer 12MF P/E 평균)를 적용해 산출했다. '25년 실적은 매출액 26조 4,452억원, 영업이익 3조 37억원으로 OP 3조원 가이던스에 부합할 것으로 예상한다. 동사가 제시한 계획이 글로벌 탭티어 종합 방산 기업으로 거듭나기 위해 필요한 선제 투자라고 판단하는 바, 업종 내 최선후주 의견을 유지한다.

## 유상증자 계획 수정, 구체적인 계획 확인

**유상증자 계획 수정** 한화에어로스페이스는 4/8 공시를 통해 유상증자 계획 수정안을 발표했다. 3/20 발표한 기존 방안은 3.6조원(할인율 15%) 규모의 주주배정 증자였으나, 주주배정 증자 규모를 2.3조원(할인율 15%)으로 축소해 기존 주주들의 부담을 경감하겠다는 계획을 정정 증권신고서를 통해 밝혔다.

주주배정 증자 규모가 1.3조원 가량 줄었으며, 동사는 추가로 한화오션 지분 매도 계열사인 한화에너지 등이 제3자배정 유상증자에 참여해 관련 거래금액인 1.3조원을 할인 없이 출자(Lock-up 1년)하는 방안을 검토 중이라고 밝혔다. 제3자배정 증자 방안의 경우, 각 사 이사회 결의를 통해 확정될 것으로 예상되며 이를 통해 시장의 승계 관련 의혹을 해소하는 동시에 한화오션 지분 인수 시너지를 유지할 수 있을 것으로 기대한다.

**신규 방안 긍정적으로 평가** 제3자배정 유상증자 계획을 포함한 신규 방안을 긍정적으로 평가한다. 주주배정 증자 규모는 줄어들고 할인율 0%로 계열사가 제3자배정 증자에 참여할 가능성이 생겼다는 점에서 이번 정정 공시가 투자심리 개선으로 이어질 것으로 기대한다. 한편, 지난 3/31(주)한화는 한화오션 지분 매입으로 불거진 승계 관련 의혹 해소를 위해 지분 증여(11.3%)를 발표한 바 있다. 이에 더해 한화오션 지분 매도 계열사의 제3자배정 유상증자 참여가 확정된다면 한화오션 지분 거래의 영향성을 해소함으로써 시장에 잔존하던 승계자금과 관련한 의혹을 불식시키는 요인으로 작용할 수 있을 것으로 판단한다.

[표1] 한화에어로스페이스 유상증자 조건 변경에 따른 정정 사항

항목	정정전					정정후				
신주의 종류와 수	보통주식 (주)		5,950,500			보통주식 (주)		4,267,200		
	기타주식 (주)		-			기타주식 (주)		-		
자금조달의 목적	시설자금 (원)		1,200,052,500,000			시설자금 (원)		700,020,800,000		
	타법인 증권 (원)		2,400,000,000,000			타법인 증권 (원)		1,600,000,000,000		
신주 발행가액	확정발행가	보통주식(원)	-			확정발행가	보통주식(원)	-		
		기타주식(원)	-				기타주식(원)	-		
	예정발행가	보통주식(원)	605,000	확정예정일	25.05.29	예정발행가	보통주식(원)	539,000	확정예정일	25.05.30
		기타주식(원)	-	확정예정일	-		기타주식(원)	-	확정예정일	-
청약예정일	우리사주조합		시작일	2025년 06월 03일		우리사주조합		시작일	2025년 06월 04일	
			종료일	2025년 06월 03일				종료일	2025년 06월 04일	
	구주주		시작일	2025년 06월 03일		구주주		시작일	2025년 06월 04일	
			종료일	2025년 06월 04일				종료일	2025년 06월 05일	
납입일	2025년 06월 12일					2025년 06월 13일				
신주의 상장예정일	2025년 06월 24일					2025년 06월 25일				

자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

보다 구체적인 계획 확인,  
자금 조달 필요성에 공감

동사는 정정 증권신고서를 통해 보다 구체적인 자금 조달 및 사용 계획을 발표했다(표 2, 3). 동사는 '25~'28년까지 총 11조원을 투자할 예정으로, 여기에는 주주배정 유상증자(2.3조원), 제3자배정 유상증자 등 진행 중인 검토방안(1.3조원)뿐 아니라 영업현금흐름·회사채발행·금융권차입 등(7.5조원)을 통한 자금 조달 계획도 포함되어 있다. 정정 공시에 조달 재원의 성격별·연도별 세부 투자 내역도 함께 상세히 기재되었다는 점은 자금 조달 필요성에 대한 시장의 이해도를 높일 수 있는 요소라고 판단한다.

정정 증권신고서에 따르면, 동사는 '28년까지의 총 투자 계획 자금 11조원 중 약 64%에 해당되는 자금인 약 7조원을 '26년까지 2년 내 사용할 계획이다. 이는 최근 유럽이 Readiness 2030 국방백서 등을 통해 'Buy European'을 강조하는 등 각국이 방위산업의 현지화·자국화를 전례 없이 가속화함에 따라 글로벌 거점 확보 등을 위한 투자가 시급했음을 보여주는 대목이다.

영업활동 시 부채비율 등 재무 안정성 유지의 중요성 또한 이번 유상증자 계획 수립의 주요 계기 중 하나로 해석한다. 동사는 러·우 전쟁 발발 이후 급격한 해외 수주 증가로 선수금 규모가 지속적으로 증가했다. 동사의 부채 대비 선수금 비율은 '21년 34.2%에서 '24년 42.7%로 증가했다. 통상 계약 금액의 10~20%를 선수금으로 수취하는 사업 특성 상 선수금 증가로 인해 동사의 부채비율 또한 지속 악화되어 왔다(연결 기준 '21년 181%→'24년 281%). 글로벌 방산 시장 신규 진입을 위해서는 산업 특성 상 경쟁사 대비 재무 안정성 확보가 절실한 바, 자본 확충이 필요했던 상황이라고 판단한다.

[표2] 중장기 투자 계획 (연도별)

(단위: 억원)

구분	2025	2026	2027	2028	합계
매출증대를 위한 해외 추가 투자	7,278	31,618	17,704	6,053	62,653
- 방산	6,055	22,605	16,941	6,053	51,653
- 조선/해양/에너지	1,224	9,013	763	-	11,000
신규시장 진출을 위한 R&D 투자	3,676	4,832	3,864	3,216	15,588
지상방산 인프라 투자	8,587	8,917	3,473	1,941	22,918
항공우주사업 인프라투자	3,102	2,551	2,313	1,575	9,542
합계	22,643	47,918	27,354	12,785	110,701

자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 유상증자 변경 방안(검토 중) 방안 예시

	기존 방안	신규 방안(검토 중)	비고
방안	① 주주배정 증자 3.6조원 - 할인을 15%	① 주주배정 증자 2.3조원 - 할인을 15% ② 제3자배정 증자 1.3조원 - 할인을 0% - Lock-up 1년	4/8일 정정 증권신고서 제출 한화에너지 등 참여 검토 중

자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 중장기 투자 계획 중 금번 유상증자 등 자금 사용 내역

(단위: 억원)

구분	2025	2026	2027	2028	계	재원분류	비고
1. 매출증대를 위한 해외 추가 투자	7,278	31,618	17,704	6,053	62,653	-	
해외 방산 생산능력 구축	1,572	6,861	1,567	-	10,000	증자재원	미국 지능형 스마트 팩토리 구축 투자
해외 방산 JV 지분투자	300	3,600	1,200	900	6,000	증자재원	
사우디 방산협력 JV(계획)	300	1,500	800	900	3,500		
동유럽 천무 현지생산 JV(계획)	-	2,100	400	-	2,500		
해외 조선업체 지분투자	-	8,000	-	-	8,000	기타재원	해외 조선소 확보
상기 외 해외 추가 투자	5,406	13,157	14,937	5,153	38,653	증자재원 /기타재원외	
2. 신규시장 진출을 위한 R&D 투자	3,676	4,832	3,864	3,216	15,588	-	
무인기 체계/엔진 개발 및 양산시설 구축	1,490	1,740	1,390	1,590	6,210	-	
무인기 엔진	180	480	810	860	2,330		
무인기 체계	1,310	1,260	580	730	3,880		
*기타 재원 투자분	1,490	1,510	-	-	3,000	기타재원	무인기 체계/엔진 개발 및 양산시설 구축
*기타 재원 투자분 외	-	230	1,390	1,590	3,210	기타재원외	
상기 외 R&D 추가 투자	2,186	3,092	2,474	1,626	9,378	기타재원외	
3. 지상방산 인프라투자	8,587	8,917	3,473	1,941	22,918	-	
MCS 스마트팩토리 구축	2,000	4,000	-	-	6,000	증자재원	
증자 재원 외 MCS 스마트팩토리 구축		673					
증자 재원 지상방산 인프라 투자	-	-	-	400	400	증자재원	NGF 구축
상기 외 지상방산 인프라 추가 투자	6,587	4,244	3,473	1,541	15,845	증자재원외	지상방산 사업중 운영/투자(MCS 제외)
4. 항공우주사업 인프라투자	3,102	2,551	2,313	1,575	9,541	-	항공우주사업장 운영 투자
*증자 재원 투자분	300	300			600	증자재원	엔진생산 중기 CAPA 확보
*기타 재원 투자분	351	750	300	600	2,001	기타재원	항공우주 설비/운영 투자
*증자 재원 투자분 외	2,451	1,501	2,013	975	6,940	증자재원 /기타재원외	
합계	22,643	47,918	27,354	12,785	110,701	-	
증자 재원 투자 계	4,172	14,761	2,767	1,300	23,000	-	
기타 재원 투자 계	1,841	10,260	300	600	13,001		
증자 재원 외 투자 계	16,630	22,897	24,287	10,885	74,700	-	

주: 기타재원= 제3자배정 유상증자 등 / 기타재원외= 영업현금흐름, 회사채 발행, 금융기관 차입 등

자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

## 방산 Paradigm Shift 의 시작, 도약의 기회

글로벌 탭티어 도약 목표  
- 크게 4가지 부문 선제투자

동사는 이번 유상증자 등을 통해 방산 부문의 현지 생산기지 확보 및 전략적 파트너십(JV 등) 구축을 추진하고, 조선해양·에너지 부문의 글로벌 거점 확보 및 기술개발 등을 추진해 '35년까지 방산·조선·해양 글로벌 탭티어 업체로 성장하겠다는 비전('35년 매출액 70조원, 영업이익 10조원 목표)을 제시했다.

총 11조원의 선제 투자 계획은 크게 4가지 부문으로 구성되어 있다(표4). ①매출 증대를 위한 방산 및 조선·해양·에너지 해외투자(6.27조원), ②신규 시장 진출을 위한 R&D 투자(1.56조원), ③지상방산 인프라 투자(2.29조원), ④항공우주산업 인프라 투자(0.95조원)가 그것이다.

가장 주목하는 분야는  
지상방산 해외 투자

다양한 재원 사용 계획 중 가장 주목하는 분야는 역시 지상방산 해외 투자다. 총 11조원의 투자 계획 중 해외 지상방산 관련 투자에만 R&D 등을 포함해 6조원 가량이 투입될 것으로 추정한다. 특히, 증자재원 6,000억원을 활용한 해외 방산 JV 지분투자(동유럽 천무 유도탄 및 사우디 방산업체), 1조원을 활용한 미국 현지 스마트팩토리 구축(155mm 추진 장약용 원료화약·추진체 등 관련)의 경우 현지 생산기지 확보 및 글로벌 전략적 파트너십 구축이라는 점에서 중요하다. 해당 투자의 진행 경과 혹은 성과 또한 '25~'26년 내로 가시화될 수 있을 것으로 판단한다.

[표4] 중장기 투자 계획 (부문별 세부사항)

	방산	조선·해양·에너지
매출 증대를 위한 해외투자(6.27 조원)	<ul style="list-style-type: none"> <li>동유럽 천무 유도탄 JV 투자</li> <li>사우디 국가방위부 JV 투자</li> <li>미국 탄약 스마트 팩토리 투자</li> <li>무인기 체계 및 엔진 시설 구축</li> <li>유럽 유도탄, 탄약, 지상장비 거점 투자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>해외 Shipyard 투자(0.8조원)</li> <li>친환경 해운 투자(0.3조원)</li> <li>-LNG/원유 등 에너지 수송 역량 확보</li> <li>- 해외 에너지 기업과 해운 JV 설립 추진 중</li> </ul>
신규 시장 진출을 위한 R&D 투자 (1.56 조원)	<ul style="list-style-type: none"> <li>수출형 지상장비 및 유도탄 개발 투자</li> <li>ESS, 첨단항공엔진, 무인기, AI 등 첨단 기술 개발 투자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>[신규 투자 검토 중]</li> <li>북미 LNG 액화 터미널 투자 - 투자 검토 중</li> </ul>
지상방산 인프라 투자(2.29 조원)	<ul style="list-style-type: none"> <li>MCS 스마트팩토리 투자</li> <li>생산 능력 구축 및 Smart 제조 인프라 투자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>LNG Trading 사업 진출</li> <li>-LNG 생산, 수송 판매 Value Chain 완성</li> <li>해운 JV 설립</li> </ul>
항공우주산업 인프라 투자(0.95 조원)	<ul style="list-style-type: none"> <li>항공엔진 생산 증대, 우주발사체 추진체 탱크 공장</li> <li>항공우주 사업 인프라 투자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>조선, 에너지 시너지 창출</li> <li>해상 풍력 설치선 사업 투자</li> <li>- 국내, 해외 해상 풍력 사업</li> </ul>

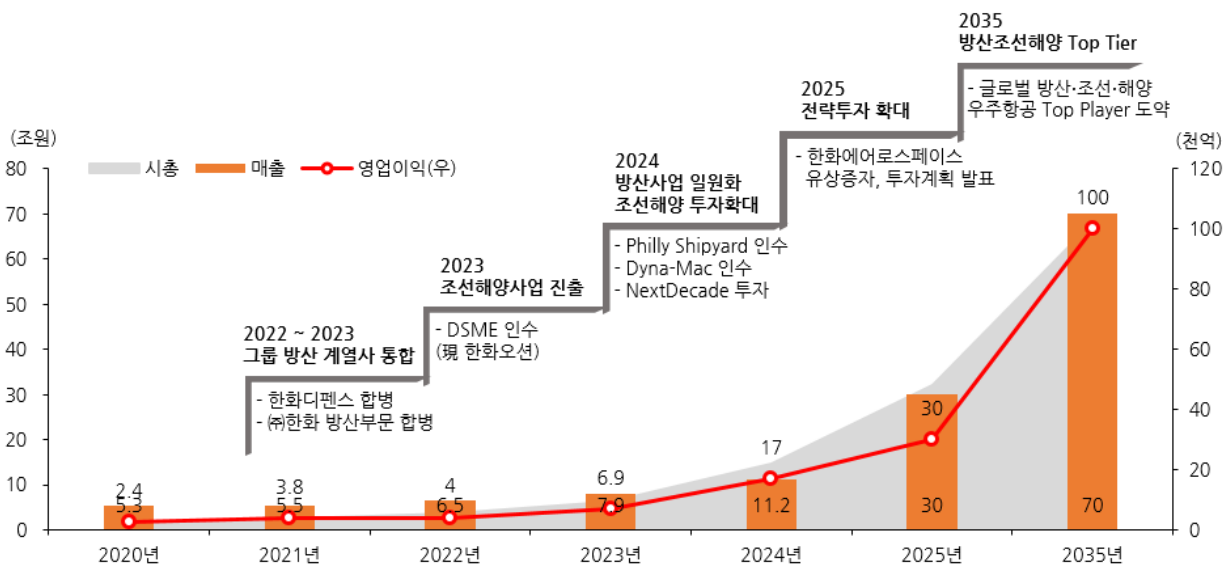
자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

### 방산 Paradigm Shift의 시작, 도약의 기회

글로벌 방산은 러-우 전쟁과 중동 분쟁의 지속, 미·중 전략 경쟁 심화, 트럼프 2기 정부 출범 이후 EU의 역내 블록화 추진 등으로 인해 패러다임 전환의 시기를 맞이했다. 현재 글로벌 방위산업에서는 자립화, 현지화, 전략적 파트너십이 주요 키워드다. 이처럼 국방비 증가와 맞물려 자국화 추세가 가속화되는 현상은 동사에게 위기이자 기회다. 따라서 동사는 자금 조달 및 선제 투자를 통한 현지 생산기지 확보, JV 구축을 시급한 과제로 파악하고 이를 도약의 기회로 삼고자 하는 것으로 해석한다.

특히 EU가 '25년 3월 Readiness 2030 국방백서를 발표함에 따라 1,500억유로 무기 공동조달 대출(Buy European 추진) 및 재정준칙 예외조항을 활용한 회원국 방위비 확대(4년간 6,500억유로 규모 국방비 증액 효과 기대) 등이 주목받고 있다. 유럽은 앞으로도 미국 의존도를 낮추고, 러시아의 재무장을 경계하고자 할 것으로 전망한다. 아울러, 사우디 또한 '30년까지 군수품의 50% 현지 생산을 목표로 하는 Vision 2030을 발표하고 방산 현지화를 적극적으로 추진하고 있다. 이에 국내 방산 체계업체 중 제품 및 지역 파이프라인이 가장 다변화된 동사의 해외 지상방산 추가 투자를 긍정적으로 해석한다.

[그림2] 한화에어로스페이스의 2035년 중장기 비전



자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

## 실적 전망 및 밸류에이션

1분기 실적은 영업이익 기준  
시장 기대치 상회 추정

동사의 1분기 실적은 매출액 5조 4,628억원, 영업이익 5,502억원(OPM 10.1%)으로 시장 기대치를 상회할 것으로 추정한다. 다만, '25년부터 IS에 한화오션 실적이 연결 반영될 예정이며 현 컨센서스에는 한화오션 실적 추정치 반영 여부가 혼재되어 있다는 점을 고려할 필요가 있다. 동사 실적의 핵심인 지상방산 사업부의 경우, 1분기 매출액 1조 3,135억원(YoY +100.5%, 이하 YoY), 영업이익 3,310억원(흑자전환, OPM 25.2%)로 추정한다. 인도 기준으로 매출액을 인식하는 폴란드 K9·천무의 경우 정확한 납품 대수를 알 수 없으나 1분기에도 각각 10문, 24대 내외로 매출 인식되며 양호한 인도 흐름을 기록했을 것으로 가정하고 이를 추정치에 반영했다.

[표5] 한화에어로스페이스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>1,449</b>	<b>2,335</b>	<b>2,631</b>	<b>4,825</b>	<b>5,463</b>	<b>6,194</b>	<b>6,535</b>	<b>8,253</b>	<b>11,240</b>	<b>26,445</b>	<b>29,192</b>
항공우주	430	543	478	595	496	620	559	592	2,046	2,268	2,472
내수	191	240	268	261	216	272	313	260	959	1,061	1,164
수출	238	303	210	335	280	348	246	332	1,087	1,206	1,307
지상방산	655	1,330	1,656	3,365	1,314	1,675	2,187	3,196	7,006	8,372	9,561
내수	352	571	683	1,515	406	621	752	1,553	3,121	3,332	3,898
수출	303	758	973	1,850	908	1,054	1,435	1,643	3,885	5,040	5,663
한화시스템	544	687	639	934	718	886	890	1,239	2,804	3,734	4,171
쎈트렉아이	32	47	44	48	43	52	49	58	171	202	253
한화오션	2,284	2,536	2,703	3,253	3,050	3,107	2,970	3,276	10,776	12,403	13,105
<b>영업이익</b>	<b>18</b>	<b>337</b>	<b>477</b>	<b>900</b>	<b>550</b>	<b>660</b>	<b>802</b>	<b>992</b>	<b>1,732</b>	<b>3,004</b>	<b>3,543</b>
영업이익률	1.2	14.4	18.1	18.6	10.1	10.6	12.3	12.0	15.4	11.4	12.1
항공우주	3	6	-6	-46	26	11	-9	-40	-43	-13	27
영업이익률	0.6	1.1	-1.3	-7.7	5.1	1.8	-1.7	-6.8	-2.1	-0.6	1.1
지상방산	-4	260	440	870	331	419	577	762	1,566	2,089	2,220
영업이익률	-0.6	19.6	26.6	25.9	25.2	25.0	26.4	23.9	22.4	25.0	23.2
한화시스템	46	84	60	29	38	57	57	61	219	212	321
영업이익률	8.4	12.3	9.4	3.1	5.3	6.4	6.4	4.9	7.8	5.7	7.7
쎈트렉아이	-4	-2	1	1	1	3	3	4	-3	11	16
영업이익률	-11.1	-3.2	1.8	2.5	2.3	4.8	6.3	7.3	-1.8	5.4	6.2
한화오션	53	-10	26	169	171	180	182	210	238	743	980
영업이익률	2.3	-0.4	0.9	5.2	5.6	5.8	6.1	6.4	2.2	6.0	7.5
<b>YoY 성장률</b>											
<b>매출액</b>	<b>-12.4</b>	<b>54.3</b>	<b>61.9</b>	<b>55.8</b>	<b>277.0</b>	<b>165.3</b>	<b>148.4</b>	<b>71.0</b>	<b>42.5</b>	<b>135.3</b>	<b>10.4</b>
항공우주	10.2	35.0	22.5	38.9	15.5	14.2	17.0	-0.5	27.0	10.9	9.0
지상방산	-22.1	121.6	117.1	74.5	100.5	26.0	32.1	-5.0	69.5	19.5	14.2
한화시스템	23.9	12.5	2.9	19.4	31.9	29.0	39.3	32.8	14.3	33.2	11.7
쎈트렉아이	32.5	22.1	75.3	28.4	34.4	9.9	12.5	19.9	36.6	17.9	25.1
한화오션	58.6	39.3	41.0	45.8	33.6	22.5	9.9	0.7	45.5	15.1	5.7
<b>영업이익</b>	<b>-90.7</b>	<b>727.6</b>	<b>457.4</b>	<b>224.6</b>	<b>2,999.6</b>	<b>95.6</b>	<b>68.0</b>	<b>10.3</b>	<b>191.4</b>	<b>73.4</b>	<b>18.0</b>

주: 2025년부터 한화오션 실적 연결 반영 / 자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터

2025년 가이던스 제시  
매출액 30조, 영업이익 3조

한화에어로스페이스는 4/8 공시를 통해 '25년도 영업실적 전망을 매출액 30조원, 영업이익 3조원으로 제시했다. 동사의 '25년 연간 실적은 매출액 26조 4,452억원, 영업이익 3조 37억원을 기록할 것으로 전망하며, 영업이익 기준 가이던스에 부합할 것으로 예상한다. 지상방산의 20% 내외의 매출 성장 전망과 한화오션 등 연결 자회사들의 실적 개선세를 고려하면 충분히 달성 가능한 목표라고 판단한다.

업종 내 최선호주 의견 유지

한화에어로스페이스에 대한 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 940,000원으로 상향한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 22.5배(글로벌 Peer 12MF P/E 평균)를 적용해 산출했다.

글로벌 방위산업은 현재 자립화 필요성 증대 및 물리적·전략적 분쟁의 확산 속에서 패러다임 전환의 시기를 맞이했다. 정정 증권신고서를 통해 확인한 동사의 계획이 지속 성장 기반을 마련하고 향후 탭티어 종합 방산기업으로 거듭나기 위해 필요한 선제 투자라고 판단하는 바, 동사에 대한 업종 내 최선호주 의견을 유지한다.

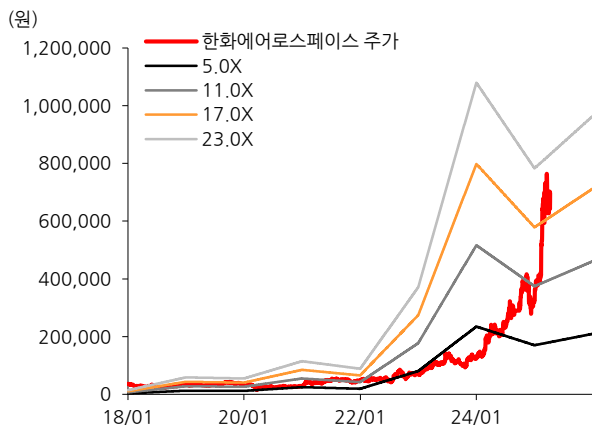
[표6] 한화에어로스페이스 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	41,745	12개월 Fwd 기준
Target P/E(배)	22.5	글로벌 Peer의 12MF P/E 평균을 적용
목표 주가(원)	940,000	
현재 주가(원)	698,000	25.04.08 종가 기준
상승여력(%)	▲34.7	

주: 글로벌 Peer는 Raytheon, Rheinmetall, Northrop Grumman, BAE Systems, Lockheed Martin, Thales 기준

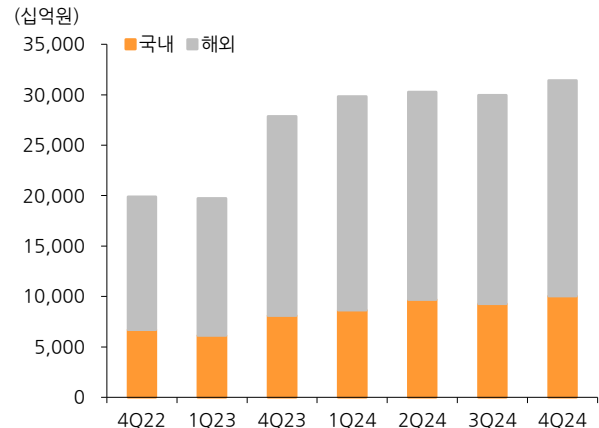
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화에어로스페이스 P/E 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화에어로스페이스 지상방산 수주잔고



자료: 한화에어로스페이스, 한화투자증권 리서치센터



## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	7,060	7,890	11,240	26,445	29,192
매출총이익	1,512	1,428	2,870	6,135	7,034
영업이익	400	594	1,732	3,004	3,543
EBITDA	663	933	2,063	4,084	4,680
순이자손익	-37	-69	-172	-242	-242
외화관련손익	-49	5	92	0	8
지분법손익	-21	-28	1,240	0	0
세전계속사업손익	195	1,131	2,647	2,821	3,372
당기순이익	147	977	2,540	2,120	2,526
지배주주순이익	195	818	2,299	1,901	2,265
증가율(%)					
매출액	169.9	11.7	42.5	135.3	10.4
영업이익	4,992.7	48.4	191.4	73.4	18.0
EBITDA	656.3	40.8	121.0	98.0	14.6
순이익	흑전	566.6	160.0	-16.5	19.1
이익률(%)					
매출총이익률	21.4	18.1	25.5	23.2	24.1
영업이익률	5.7	7.5	15.4	11.4	12.1
EBITDA 이익률	9.4	11.8	18.4	15.4	16.0
세전이익률	2.8	14.3	23.6	10.7	11.5
순이익률	2.1	12.4	22.6	8.0	8.7

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	1,524	1,390	1,393	398	2,960
당기순이익	147	977	2,540	2,120	2,526
자산상각비	263	339	331	1,080	1,137
운전자본증감	794	462	-903	-2,583	-441
매출채권 감소(증가)	-305	-583	-1,097	1,338	1,623
재고자산 감소(증가)	-277	-714	-882	-4,711	-1,887
매입채무 증가(감소)	226	244	-78	727	-186
투자현금흐름	-1,225	-3,029	-1,367	-1,668	-2,009
유형자산처분(취득)	-192	-450	-577	0	0
무형자산 감소(증가)	-148	-118	-149	-1,571	-1,907
투자자산 감소(증가)	-767	-10	-372	0	0
재무현금흐름	216	368	1,066	-138	-249
차입금의 증가(감소)	263	445	1,233	0	0
자본의 증가(감소)	-35	-51	-139	-138	-249
배당금의 지급	-35	-51	-120	-159	-249
총현금흐름	825	909	2,544	2,981	3,401
(-)운전자본증감(감소)	-1,274	-1,047	2,443	2,583	441
(-)설비투자	197	453	578	0	0
(+)자산매각	-143	-115	-147	-1,571	-1,907
Free Cash Flow	1,759	1,388	-624	-1,172	1,053
(-)기타투자	598	3,036	-1,270	97	101
잉여현금	1,161	-1,648	646	-1,270	951
NOPLAT	247	472	1,643	2,257	2,654
(+) Dep	263	339	331	1,080	1,137
(-)운전자본투자	-1,274	-1,047	2,443	2,583	441
(-)Capex	197	453	578	0	0
OpFCF	1,587	1,405	-1,047	754	3,350

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	8,508	9,192	22,868	24,856	25,825
현금성자산	3,217	1,909	3,654	2,245	2,948
매출채권	1,543	2,119	8,884	7,545	5,922
재고자산	2,163	2,869	6,290	11,001	12,888
비유동자산	6,644	10,351	20,469	21,057	21,930
투자자산	1,494	4,738	4,405	4,502	4,604
유형자산	3,018	3,410	8,320	7,542	6,723
무형자산	2,133	2,203	7,744	9,013	10,603
자산총계	15,152	19,543	43,337	45,913	47,755
유동부채	8,223	12,077	25,516	26,330	26,155
매입채무	1,301	1,879	4,270	4,997	4,811
유동성이자부채	1,802	2,616	6,566	6,566	6,566
비유동부채	3,011	2,782	6,456	6,456	6,456
비유동이자부채	1,918	1,644	4,623	4,623	4,623
부채총계	11,234	14,859	31,973	32,786	32,612
자본금	266	266	240	262	262
자본잉여금	217	192	207	185	185
이익잉여금	2,015	2,627	4,747	6,488	8,505
자본조정	360	443	-198	-177	-177
자기주식	-2	-2	-21	-21	-21
자본총계	3,918	4,684	11,364	13,127	15,143

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,858	16,147	50,436	39,848	45,540
BPS	56,436	69,689	109,587	135,572	176,019
DPS	1,000	1,800	3,500	5,000	6,000
CFPS	16,292	17,957	55,821	62,334	68,235
ROA(%)	1.5	4.7	7.3	4.3	4.8
ROE(%)	6.8	25.6	53.9	32.3	29.2
ROIC(%)	6.8	13.9	16.4	12.2	12.8
Multiples(x, %)					
PER	19.7	8.0	6.5	17.5	15.3
PBR	1.3	1.8	3.0	5.1	4.0
PSR	0.5	0.8	1.3	1.3	1.2
PCR	4.7	7.2	5.8	11.2	10.2
EV/EBITDA	6.4	9.3	10.9	10.0	8.6
배당수익률	1.3	1.4	1.1	0.7	0.9
안정성(%)					
부채비율	286.7	317.2	281.3	249.8	215.4
Net debt/Equity	12.8	50.2	66.3	68.1	54.4
Net debt/EBITDA	75.8	251.8	365.3	219.0	176.1
유동비율	103.5	76.1	89.6	94.4	98.7
이자보상배율(배)	4.7	4.0	7.1	9.5	12.1
자산구조(%)					
투하자본	43.5	32.4	67.7	74.8	73.9
현금+투자자산	56.5	67.6	32.3	25.2	26.1
자본구조(%)					
차입금	48.7	47.6	49.6	46.0	42.5
자기자본	51.3	52.4	50.4	54.0	57.5

## [ Compliance Notice ]

(공표일: 2025년 4월 9일)

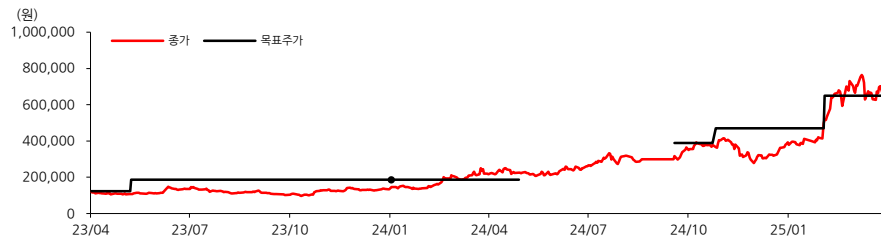
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

한화에어로스페이스는 당사와 '독점 규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 계열회사 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 한화에어로스페이스 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2022.11.01	2023.05.17	2023.08.24	2023.11.10	2023.11.28
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		120,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.26	2024.02.29	2024.03.29	2024.04.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2024.09.27	2024.09.27	2024.11.04	2024.11.28	2025.01.21	2025.02.12
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	배성조	390,000	470,000	470,000	470,000	650,000
일 시	2025.04.09					
투자의견	Buy					
목표가격	940,000					

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.17	Buy	180,000	-21.47	34.17
2024.09.27	Buy	390,000	-6.91	0.77
2024.11.04	Buy	470,000	-22.58	5.96
2025.02.12	Buy	650,000	1.91	17.54
2025.04.09	Buy	940,000		

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2025년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%